

**Рузанна Разміківна АРУТЮНЯН**

кандидат економічних наук, доцент кафедри банківської справи, Одеський національний економічний університет, Україна, e-mail: ruzaodessa@gmail.com, ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-6577-390X>

**Світлана Сергіївна АРУТЮНЯН**

кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку, Одеський національний економічний університет, Україна, e-mail: svetlar9950@gmail.com, ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-7072-4739>

**Ірина Валеріївна РОПОТАН**

кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку, Одеський національний економічний університет, Україна, e-mail: ropotan4ik@ukr.net, ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-0804-8204>

**ПАТОІНСТИТУТИ РИНКУ КАПІТАЛІВ УКРАЇНИ: МОЖЛИВОСТІ  
ОЗДОРОВЛЕННЯ ТА ЕФЕКТИВНОГО ФУНКЦІОНУВАННЯ**

Арутюнян, Р. Р., Арутюнян, С. С., Ропотан, І. В. Патоінститути ринку капіталів України: можливості оздоровлення та ефективного функціонування // Вісник соціально-економічних досліджень: зб. наук. праць (ISSN 2313-4569); за ред. М. І. Зверякова (голов. ред.) та ін. Одеса: Одеський національний економічний університет. 2018. № 1 (65). С. 144–152.

**Анотація.** У статті проаналізовано сучасні проблеми розвитку ринку капіталів в Україні та патології його основних інститутів, запропоновано напрями їх оздоровлення та ефективного функціонування задля забезпечення інвестиційними ресурсами реального сектора економіки і структурної перебудови. Визначено базові цілі довгострокової стратегії держави в розвитку ринку капіталів, зокрема фондового ринку і ринку банківських позичок. Обґрунтовано необхідність реформування системи регулювання фінансового сектору для подолання причин структурно-циклічних та фінансових криз. Визначено цілі та орієнтири функціонування фінансової системи і фінансового ринку для забезпечення інвестиційними ресурсами реального сектора економіки і сприяння індустріальній, економічній, соціальній та екологічній модернізації країни.

**Ключові слова:** ринок капіталів; патоінститути; фондовий ринок; банківська система; оздоровлення.

**Рузанна Размиковна АРУТЮНЯН**

кандидат экономических наук, доцент кафедры банковского дела, Одесский национальный экономический университет, Украина, e-mail: ruzaodessa@gmail.com, ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-6577-390X>

**Светлана Сергеевна АРУТЮНЯН**

кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента и фондового рынка, Одесский национальный экономический университет, Украина, e-mail: svetlar9950@gmail.com, ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-7072-4739>

**Ирина Валериевна РОПОТАН**

кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента и фондового рынка, Одесский национальный экономический университет, Украина, e-mail: ropotan4ik@ukr.net, ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-0804-8204>

**ПАТОИНСТИТУТЫ РЫНКА КАПИТАЛОВ УКРАИНЫ: ВОЗМОЖНОСТИ  
ОЗДОРОВЛЕНИЯ И ЭФФЕКТИВНОГО ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ**

Арутюнян, Р. Р., Арутюнян, С. С., Ропотан, И. В. Патоинституты рынка капиталов Украины: возможности оздоровления и эффективного функционирования // Вестник социально-экономических исследований: сб. науч. трудов (ISSN 2313-4569); под ред. М. И. Зверякова (глав. ред.) и др. Одесса: Одесский национальный экономический университет. 2018. № 1 (65). С. 144–152.

**Аннотация.** В статье проанализированы современные проблемы развития рынка капиталов в Украине и патологии его основных институтов, предложены направления их оздоровления и эффективного функционирования для обеспечения инвестиционными ресурсами реального сектора экономики и структурной перестройки. Определены базовые цели долгосрочной стратегии государства в развитии рынка капиталов, в частности фондового рынка и рынка банковских кредитов. Обоснована необходимость реформирования системы регулирования финансового сектора для преодоления причин структурно-циклических и финансовых кризисов. Определены цели и ориентиры функционирования финансовой системы и финансового рынка для обеспечения инвестиционными ресурсами реального сектора экономики и содействия индустриальной, экономической, социальной и экологической модернизации страны.

**Ключевые слова:** рынок капиталов; патоиституты; фондовый рынок; банковская система; оздоровление.

### **Ruzanna ARUTYUNYAN**

*PhD in Economics, Associate Professor, Department of Banking, Odessa National Economic University, Ukraine, e-mail: ruzaodessa@gmail.com,  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-6577-390X>*

### **Svetlana ARUTYUNYAN**

*PhD in Economics, Associate Professor, Department of Financial Management and Stock Market, Odessa National Economic University, Ukraine, e-mail: svetlar9950@gmail.com,  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-7072-4739>*

### **Iryna ROPOTAN**

*PhD in Economics, Associate Professor, Department of Financial Management and Stock Market, Odessa National Economic University, Ukraine, e-mail: ropotan4ik@ukr.net,  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-0804-8204>*

## **PATOINSTITUTIONS OF THE UKRAINIAN CAPITAL MARKET: OPPORTUNITIES FOR RECOVERY AND EFFECTIVE FUNCTIONING**

Arutyunyan, R., Arutyunyan, S., Ropotan, I. (2018). *Patoinstitutions of the Ukrainian capital market: opportunities for recovery and effective functioning*. Ed.: M. Zveryakov (ed.-in-ch.) and others [Patoinstytuty rynku kapitaliv Ukrainy: mozhlyvosti ozdorovlennia ta efektyvnoho funktsionuvannia; za red.: M. I. Zveriyakova (gol. red.) ta in.], Socio-economic research bulletin; *Visnik social'no-ekonomichnih doslidzen'* (ISSN 2313-4569), Odessa National Economic University, Odessa, No. 1 (65), pp. 144–152.

**Abstract.** The article analyzes modern problems of development of the capital market in Ukraine and the pathology of its main institutions, suggests areas for their recovery and effective functioning to provide investment resources for the real sector of economy and structural adjustment. The basic goals of the state's long-term strategy in the capital market development, in particular, the stock market and the market of bank loans, are defined. The necessity of reforming the system of regulation of the financial sector to overcome the causes of structural and cyclical and financial crises is substantiated. The goals and guidelines for the functioning of the financial system and financial market are defined to provide the real sector of economy with investment resources and to promote industrial, economic, social and ecological modernization of the country.

**Keywords:** capital market; pathinstitutions; stock market; banking system; recovery.

**JEL classification:** G180; G210; G280

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Функціонування української трансформаційної економіки відбувається на тлі значних викривлень інституційних елементів (патоінститутів) фінансової системи, досі несформованого фінансового ринку, структурних диспропорцій розподілу фінансових ресурсів, обмеженого кола інструментів управління фінансовими потоками в реальній економіці. Ці проблеми сучасного розвитку України, значно посилені економічною та військово-політичною кризою останніх років, потребують визначення причин «хвороб» інституційної системи фінансового сектору країни взагалі та його ринку капіталів. Глибина диспропорцій та криз у сучасному світі пов'язана, безсумнівно, з інституційним фактором (сукупно з іншими причинами), тому дослідження взаємозв'язку між посиленням кризових проявів і диспропорцій на різних рівнях

управлінської ієрархії (у тому числі на рівні фінансового ринку), з одного боку, та інституційним фактором, з іншого, постає актуальним.

**Аналіз досліджень і публікацій останніх років.** Проблеми сучасного розвитку фінансового ринку, його інституційної структури в Україні досліджуються багатьма зарубіжними та українськими вченими, зокрема, О. І. Барановським, О. І. Береславською, О. Г. Білорусом, В. В. Корнеєвим, В. І. Міщенко, С. В. Науменковою, К. В. Павловим, П. С. Єщенко [1; 2; 3; 4; 5] та ін. Цій проблематиці присвячено низку монографій науковців ОНЕУ, зокрема: «Теоретичні і практичні проблеми розвитку фінансового ринку в Україні» (за ред. проф. В. К. Кублікова), «Стабілізація фінансово-економічної системи України» (за ред. О. М. Гончаренко, О. С. Світличної) та ін. [6; 7; 8; 13].

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Належно оцінюючи наукові здобутки вказаних авторів, варто підкреслити, що питання реформування та оздоровлення інституційної системи фінансового ринку вирішуються кожного разу по-новому залежно від макроекономічної ситуації в країні, її викликів і загроз. Вітчизняна фінансова система і ринок капіталів уже довгий час зазнають глибоку кризу і мають всі ознаки «невилікуваних хвороб», у першу чергу, через інституційну систему. Виникає закономірне питання: чим «хворіють» інститути ринку і як забезпечити їх оздоровлення для реалізації нової моделі фінансово-економічного розвитку на засадах антикризових механізмів та фінансової стабілізації?

**Постановка завдання.** Метою статті є визначення можливих шляхів оздоровлення та ефективного функціонування патоінститутів фінансового ринку задля забезпечення інвестиційними ресурсами сталого економічного розвитку та неоіндустріалізації країни.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** В інституціоналізмі, як одній з концепцій економічної думки ХХ століття, за віковий період її розвитку сформувалося декілька самостійних цілісних напрямів. Серед них варто відмітити появу ще одного, який отримав у літературі назву «патоінституціоналізм» (від грецького «патос» – хвороба, патологія) [5, с.28–32].

Для пояснення деяких процесів, визначення стану окремих інститутів сучасної економіки і фінансової системи та їх спроможності вирішувати складні завдання регулювання та нагляду, забезпечення стабільності та ефективності всіх сегментів економічної системи такий термін, вважаємо, здається дуже вдалим, а розвиток патоінституціоналізму постає актуальним. Важливим аспектом патоінституціоналізму може стати вивчення різних видів та типів патологій інститутів, які, однак, повинні вирішувати складні комплексні завдання проведення реформ, «лікування» економіки в цілому і фінансової системи, зокрема і тому самі інституції потребують оздоровлення.

Фінансова система України та її учасники, а саме банківські та небанківські установи, відчувають різке падіння рівня власної економічної безпеки і зростання рівня ризиків зовнішнього та внутрішнього походження. Фінансова система та її інститути не виконують належним чином ті функції, які їй притаманні, і в першу чергу, не створює реальних стартових передумов структурної перебудови національної економіки, її неоіндустріалізації, не сприяє відновленню інвестиційного процесу та мобілізації фінансових ресурсів через розвиток фінансового ринку та його інституційної інфраструктури.

Останніми роками значно загострилися «хронічні хвороби» фінансової сфери країни:

- обмеженість і розпорошеність фінансових ресурсів;
- відстороненість професійних учасників фінансового ринку від стимулювання розвитку реального сектора економіки та їх націленість на отримання швидких доходів у спекулятивній фінансоміці;
- відсутність чіткої взаємодії між державними регуляторами, фінансовим ринком і населенням;
- криза довіри населення до фінансових інститутів;
- наявність значного обсягу «токсичних» активів у банківській системі;
- відсутність позитивного позичальника та незахищеність посередників-кредиторів;
- фрагментарність розвитку фінансового ринку, пов'язаного з особливостями його становлення і обраною моделлю функціонування;

- нерозвиненість фондового ринку та його інститутів;
- нерозвиненість небанківських фінансових інститутів і обмеженість їх ресурсної бази;
- значний відтік капіталів, що значно обмежує інвестиційні можливості країни й т.і. [9, с.66–67].

Як вирішувати ці проблеми, як лікувати і оздоровлювати фінансовий сектор та його патоінститути? По-перше, варто визначити цілі та орієнтири функціонування фінансової системи і фінансового ринку. Не викликає сумнівів, що фінансовий сектор повинен забезпечити інвестиційними ресурсами реальний сектор економіки і сприяти індустріальній, економічній, соціальній, екологічній модернізації країни.

По-друге, потрібна розбудова ефективної системи регулювання та нагляду за діяльністю фінансових інститутів з боку держави. По-третє, потрібні кардинальні зміни діяльності самих фінансових посередників у напрямку поліпшення якості активів, підтримки ліквідності, забезпечення прибутковості, зменшення рівня ризиків, прийняття високих стандартів якості послуг, конкурентоспроможності.

Одним із важливих індикаторів ефективності функціонування фінансової системи є розвиток фондового ринку як інституції ринкової економіки, який дозволяє мобілізувати вільні грошові кошти суб'єктів економічних відносин та направити їх в найбільш конкурентоспроможні сфери, забезпечити перелив капіталу між галузями та секторами економіки, встановити тим самим пропорції суспільного відтворення згідно з потребами.

Однак сьогодні фондовий ринок країни залишається одним із найслабших елементів фінансової системи і не вирішує проблеми забезпечення економіки інвестиційними ресурсами. Ще у 2015 році Кабмін звернув увагу на занепад українського фондового ринку і запропонував Програму розвитку ринку на 2015–2017 роки [10], а також створив нову команду топ-менеджерів у НКЦПФР із успішних керівників інвестиційних фондів з західною освітою, яким була визначена чітка ціль – активно реанімувати фондовий ринок, створити національного інвестора. Однак результати останніх п'яти років на ринку цінних паперів невтішні – обсяги торгів на організованому ринку постійно зменшуються, як і капіталізація ринку взагалі, більшість операцій традиційно проводяться з державними облігаціями і депозитними сертифікатами НБУ, акції та облігації корпоративних емітентів займають 6–8% всіх контрактів. Ми маємо класичний випадок ситуації «crowding out» – витіснення державою приватного бізнесу з фінансового ринку.

Які ж причини перешкоджають справжньому виконанню фондовим ринком його важливіших функцій?

1. У першу чергу варто нагадати історію становлення ринку, тому що при його народженні була нанесена «травма» вибором помилкової моделі ваучерної приватизації, яка перетворилася в дешеву скупку промислових, енергетичних, інфраструктурних активів невеликою групою олігархів і ця «травма» до сих пір не вилікувана.

Для мільйонів пересічних громадян фондовий ринок є якимось «фантомом», його інструменти зовсім не відомі й тому не привабливі для здійснення інвестицій [9, с.89]

Із двох моделей фінансового ринку – «Shareholder capitalist», коли власність розмита між мільйонами акціонерів, і «Stake capitalist», коли структура власності складається з великих контрольних пакетів акціонерного капіталу, в Україні у зв'язку з історією становлення ринку склалася саме друга модель, що обумовило низку проблем його функціонування і патологічні особливості:

- мала «глибина» фондового ринку, незначна кількість підприємств-емітентів акцій;
- тримання контрольних пакетів акцій і відсутність масового перерозподілу активів у вітчизняній промисловості для структурної перебудови економіки, її модернізації і здійснення інновацій;
- несприятливий підприємницький та інвестиційний клімат, недосконале, перекривлене бізнес-середовище;
- перманентна структурно-циклічна і соціально-політична криза останніх 10 років (2008–2017 роки);

– незахищеність прав дрібних (міноритарних) та інституціональних інвесторів, відсутність дивідендної політики тощо.

2. Друга системна проблема – спекулятивна модель фондового ринку, який не залучає значні фінансові ресурси ані домашніх господарств, ані інституційних інвесторів, бо не пропонує інвестиційно привабливі цінні папери виробничих корпорацій.

3. Ще одна проблема пов'язана з розширенням кола фінансових інструментів, у тому числі деривативів для хеджування ризиків при інвестуванні в цінні папери.

4. Важлива ключова проблема – це необхідність удосконалення і гармонізації законодавства у сфері депозитаріїв та розрахункових центрів, у сфері обліку цінних паперів нерезидентів, у сфері доступу українського приватного та інституційного інвестора до акцій українських емітентів, що розміщуються на зарубіжних торгових майданчиках, у сфері сек'юритизації фінансових активів, у сфері похідних цінних паперів.

5. Однією з основних неврегульованих проблем ринку і найвагомішим чинником його розвитку є створення системи захисту прав інвесторів на умовах надійної моделі корпоративного управління, прибуткової діяльності компанії, чесною і привабливою дивідендною політикою.

Можна визначити й інші проблеми фондового ринку, пов'язані із загальноекономічними умовами функціонування економіки у 2014–2017 роках, геополітичними процесами, військовим конфліктом, відтоком більшості інвесторів-нерезидентів, які зазнали значних втрат тощо.

Отож, криза української економіки останніх років повинна стати детонатором стрімких змін законодавчих, організаційних, регуляторних засад, на яких базується функціонування фондового ринку. Створення конкурентоспроможного сучасного фондового ринку можливе тільки за таких умов:

- досягнення макроекономічної, фінансової стабілізації;
- формування збалансованої, прозорої законодавчої системи з метою захисту прав інвесторів та емітентів, з урахуванням досвіду розвинутих країн і директив Ради ЄС;
- формування стійкої, надійної інституціональної інфраструктури та всіх її елементів; кардинальне переосмислення засад і ефективності роботи регуляторів – НБУ, НКЦПФР, Нацкомфінпослуг;
- фінансово-інвестиційні реформи і трансформації, котрі здатні створити конкурентоспроможний і повноцінний ринок цінних паперів.

Показники стану і динаміки фондового ринку України наведені у звітах НКЦПФР, у статтях економістів, що зверталися до його дослідження [1]. Проведений авторами статті аналіз дозволив зробити висновки і визначити основні «хвороби» цієї інституції. Однак поява ще однієї програми розвитку чи концепції оздоровлення фондового ринку не може вилікувати цей патологічний інститут. Головне стратегічне завдання полягає не в безкінечних відверненнях на будь-які нові концепції, програми, антикризові пакети, а в тому, щоб визначити умови стійкої довгострокової траєкторії висхідного розвитку фондового ринку і запропонувати конкретні кроки перетворення ринку в механізм трансформації вільних фінансових ресурсів бізнесу і домашніх господарств в інвестиційний капітал задля інноваційного стрибка вітчизняного виробництва.

Одним із пріоритетів оздоровлення ринку капіталів є також забезпечення стабільності та безпеки його банківського сегмента. Негативні тенденції на цьому сегменті зростали протягом 2014–2017 років. Банківський сектор зазнавав великих збитків і зростання кредитного портфеля у реальний сектор практичного припинилося. Експерти вважають, що відродження ключової функції банків-кредитування підприємств реального сектора – потребує багатьох років. Серед факторів стримування – високі ризики на фоні низьких темпів росту економіки, низький рівень захищеності прав кредиторів, висока вартість капіталу для позичальників, критичний рівень закредитованості великих підприємств і безнадійність повернення таких кредитів (корпоративним клієнтам при українській корупції в судовій системі дешевше купити необхідне рішення суду, ніж повертати отримані кредити).

Серед таких клієнтів і деякі народні депутати ВР). Більшість банків вважають за краще спрямувати вільні ресурси у менш ризиковані активи – облігації Міністерства фінансів і депозитні сертифікати НБУ.

Що стримує розвиток вітчизняної банківської системи і які «хвороби» цієї інституції заважають ефективності її функціонування? Як показує аналіз статей, монографій українських дослідників, присвячених визначенню патологій банківського сегмента ринку, серед таких проблем варто визначити наступні: по-перше, недостатня капіталізація банків і банківської системи; по-друге, висока частка проблемних і безнадійних активів у кредитних портфелях банків і незахищеність банків як кредиторів, з іншого боку, слабка захищеність вкладників, в першу чергу, юридичних осіб, для яких не створено фонду гарантування і які втратили (за оцінкою експертів) від 100 до 150 млрд. грн. після виведення з ринку 87 комерційних банків; по-третє, незадовільний, непрофесійний корпоративний менеджмент, в т.ч. управління банківськими ризиками. Окрім перелічених, до проблем розвитку банківської системи варто віднести:

- недостатня розробленість правової бази в області фінансової діяльності в цілому (захист інтересів клієнтів, механізм банкрутства і ліквідації банків, процеси злиття і поглинання, трастові операції, венчурний бізнес, діяльність небанківських фінансово-кредитних інститутів тощо), також практична відсутність податкових та інших регулюючих важелів щодо стимулювання інвестиційних операцій банків і диверсифікації інших банківських операцій;
- неефективне управління формуванням і розподілом ресурсної бази: отримані банками переважно за рахунок зовнішніх запозичень «довгі» кошти спрямовувалися на фінансування споживчих потреб населення;
- нераціональна територіальна структура – велика концентрація банків у великих торгівельно-промислових центрах та практично повний монополізм двох-трьох банків у менш розвинених регіонах;
- девальваційні процеси, які здійснювали сильний негативний вплив на рівень ризиків банків, рентабельність їхньої діяльності, знецінювали капітальні активи [9, с.66].

Перелік цих проблем можна продовжувати, але краще спробуємо визначити пріоритети і ключові напрями «лікування» та оздоровлення інституції грошово-кредитного ринку країни: 1) істотне підвищення капіталізації системи та її консолідація; 2) зниження частки непрацюючих і проблемних активів; 3) підвищення ефективності та посилення якості і професіоналізму у корпоративному управлінні банків відповідно до міжнародних стандартів; 4) якісна побудова ризик-менеджменту; 5) розроблення нових механізмів забезпечення прав кредиторів та вкладників, у першу чергу юридичних осіб; 6) розширення спектра та поліпшення якості банківських послуг; 7) удосконалення регуляторних та наглядових функцій всіх регуляторів фінансового ринку – НБУ, НКЦПФР, Нацкомфінпослуг, Мінфіна, КМУ, Ради з фінансової стабільності [9, с.68].

Що було зроблено в останні роки? Уряд і НБУ провели реформування банківської системи, очищення ринку від так званих банків – «зомбі», банків – «мийок», банків – «фантомів», здійснили діагностику та стрес-тестування системних банків, намагалися створити умови для зниження рівня інфляції, зміцнення курсу гривні, виконувати умови МВФ для продовження співпраці з Фондом і відновлення кредитування stand-buy, провели реструктуризацію проблемної заборгованості банків. Уже в 2016 році почалася робота щодо перебудови системи нагляду: передбачено замінити контроль за виконанням нормативів оцінкою бізнес-моделі банку, значно змінити основи, принципи, форми ризик-менеджменту. Крім того, НБУ запропонував значні поправки до законодавства, які спростять процедуру реорганізації банків, зменшать терміни визначення неплатоспроможності банку, дії в ньому тимчасові адміністрації тощо. Сподіваємося, що всі ці кроки забезпечать лікування банківської системи України і виконання іманентно притаманних їй функцій у суспільному відтворенні.

Визначаючи патоінститути українського ринку капіталів, неможливо залишити поза увагою Фонд гарантування вкладів фізичних осіб (далі – ФГВФО). Його створення у 1998 році мало за мету підвищення довіри населення до банківської сфери на фоні загрози фінансової кризи. Однак на сьогодні Фонд повною мірою не виконує свої функції та має безліч проблем.

У статті «Функціональні проблеми системи гарантування вкладів в Україні» А. І. Шкляр достатньо глибоко проаналізував і фактори, і проблеми системи гарантування вкладів [12, с.53–60]. Автор вказує серед останніх на проблему хибного визначення цілей функціонування системи і пропонує зміну парадигми діяльності Фонду з касової функції виплат (та пошуку грошей, яких для цього бракує) на сприяння попередженню банкрутства банків у межах цілісної системи забезпечення стабільності банківського сектора. Також йдеться про проблему взаємодії гарантування вкладів з іншими елементами системи забезпечення фінансової стабільності, яка містить інструментарій кредитора «останньої дії», регуляторні норми, політику нагляду та інтервенцій, правила і механізми виведення з ринку неплатоспроможних фінустанов тощо. Проблемами Фонду також є розрив у балансовій та реальній вартостях активів, що передаються ФГВФО, неможливість виконання функцій гарантування вкладів в умовах падіння системних банків, моральний ризик котрий виникає коли і банкіри, і вкладники звільняються від відповідальності за наслідки власних не дуже обміркованих дій. Отож, і цей інститут «хворіє» і вимагає невідкладних лікувальних дій з боку НБУ, КМУ та інших регуляторів ринку капіталів.

На ринку капіталів, крім розглянутих інститутів, діє й багато інших фінансових посередників, зокрема, небанківські спеціалізовані посередники (інвестиційні компанії, лізингові і страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, венчурні, взаємні фонди тощо), інтегровані посередники (фінансові супермаркети, конгломерати, системи мережових грошей, електронні біржі, платіжно-розрахункові системи), інфокомунікаційні посередники (інтернет-брокери, Forex-клуби, фінансово-інформаційні посередники, NAR-funds – віртуальний ринок) [6, с.287]. Неможливо в рамках однієї статті проаналізувати стан цих інститутів і визначити їх «хвороби». Наприклад, ІСІ в Україні. Рівень розвитку цих фінансових посередників залишається незадовільним. До головних проблем розвитку ринку спільного інвестування варто віднести такі:

- відсутність ефективної, дострокової стратегії розвитку ІСІ як зі сторони уряду, так і зі сторони менеджерів цих фінансових установ;
- несприятливий макроекономічний клімат, пов'язаний зі станом економіки, нестабільністю валютного курсу, нерозвиненістю фондового ринку, інфляцією тощо;
- низький рівень захисту учасників фінансового ринку і високий рівень інвестиційних ризиків;
- недовіра (знову ж таки!) населення до більшості фінансових установ, пов'язана з «травматичним синдромом» 90-х років та скандалами в системі недержавного пенсійного забезпечення;
- низький рівень поінформованості та фінансова безграмотність населення в інвестиційній сфері;
- недостатність на фінансовому ринку надійних фінансових інструментів, у які ІСІ могли би вкладати кошти тощо.

Таким чином, можна зробити висновок, що незавершеність процесу формування ринку ІСІ, неефективність його роботи потребують виваженої політики з боку держави щодо оздоровлення і розвитку інститутів такого типу.

Більшість ІСІ в Україні позиціонують себе як венчурні фонди і це ще одна патологія інституту. У світі венчурний капітал спрямовується на підтримку новаторських проєктів, пошук та випробування інновацій, інвестується у інтернет-технології, програмне забезпечення, комп'ютери, периферійні пристрої, медицину, фармацевтику, електроніку, створення нових гаджетів, роботизацію, бізнес-послуги. В Україні більша частина активів венчурних фондів сконцентрована у традиційних галузях (будівництво, продукти харчування та переробка сільськогосподарської продукції, роздрібна торгівля тощо), тобто активи

інвестуються у галузі III–IV укладів, які розвинені економіки світу вже давно пройшли. Тож чому ці фонди венчурні?

Причиною такої ситуації є те, що метою утворення таких фондів є мінімізація податкового навантаження власників венчурних фондів, а також реалізація тих чи інших схем управління власністю, на практиці венчурні фонди – фінансовий буфер між підприємствами, що є складовою холдингу.

«Організаційна форма венчурних фондів виконує «інструментальну» функцію, що дозволяє оптимізувати оподаткування законним способом в інтересах окремих компаній та всупереч загальнодержавним інтересам, отже інвестиційний бізнес України викривлений саме «венчурними знаходками»» [цит. за № 6, с.274]

**Висновки і перспективи подальших розробок.** Функціонування української трансформаційної економіки відбувається на тлі значних викривлень інституційних елементів (патоінститутів) фінансової системи. Проблеми сучасного розвитку України потребують розробки системи взаємопов'язаних форм і методів регулювання економіки та узгодження дії всіх органів державної влади та інституцій ринку. Історія визначила, які інститути та інституціональні системи варто визнати нормальними, що ефективно вирішують проблеми соціально-економічного розвитку своїх країн, а які – патоінститутами, що гальмують розвиток економік, перехід до неоіндустріальної стадії з високими темпами оновлення, модернізації, інновацій. Для глибокого розуміння викликів сучасної епохи й розробки системних заходів щодо стабілізації фінансово-економічної системи України потрібен цілісний науковий погляд на процеси, які формують сучасну реальність і розуміння трендів і тенденцій, які відбуваються в державі, що потребує подальших досліджень у цих напрямках.

### Література

1. Барановський О. І. Сутність і чинники фінансової безпеки фондового ринку // *Фінанси України*. 2016. № 1, 3, 5. С. 23–36.
2. Береславська О. І. Реформування фінансового сектору України в контексті антикризового регулювання // *Науковий вісник Національного університету державної податкової служби України*. Серія: економіка, право. 2012. № 4. С. 61–66.
3. Білоус О. Г. Мировой структурный кризис и трансформация глобальной финансовой системы // *Економічний часопис*. 2014. № 7, 8. С. 4–10.
4. Корнєєв В. В., Кульпінський С. В. Подолання дефіциту інвестиційних ресурсів за допомогою інструментарію банку розвитку // *Фінанси України*. 2016. № 5. С. 82–96.
5. Павлов К. В. Патоинституты, патоинституционализм и модернизация российской экономики // *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. № 16. С. 28–32.
6. Теоретичні і практичні проблеми розвитку фінансового ринку в Україні: монографія / За ред. В. К. Кублікова, Г. О. Величка. Одеса: Атлант, 2014. 422 с.
7. Стабілізація фінансово-економічної системи України: новітні моделі та перспективи розвитку: монографія / За заг. ред. О. М. Гончаренко, О. С. Светличної. Одеса: Атлант, 2017. 271 с.
8. Звєряков М. І., Жердецька Л. В. Банківський і реальний сектори економіки: оцінка взаємозв'язків і детермінант розвитку // *Економіка України*. 2017. № 10. С. 31–43.
9. Ринок капіталів в Україні: проблеми і перспективи розвитку: навч. посіб. / За ред. С. С. Арутюнян. Одеса: Атлант, 2017. 152 с.
10. Проект програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки «Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання». URL: <http://nssmc.gov.ua/funddevelopment/plan> (дата звернення: 22.01.2018).
11. Захарченко В. І. Інвестиційне забезпечення неоіндустріалізації України // *Фінанси України*. 2017. № 11. С. 22–40.
12. Шкляр А. І. Функціональні проблеми системи гарантування вкладів в Україні // *Фінанси України*. 2016. № 3. С. 51–60.



13. *Розвиток банківської системи в умовах формування нової архітектури фінансового ринку: монографія / За ред. В. В. Коваленко. Одеса: Атлант. 2012. 765 с.*

## References

1. Baranovskyi, O. I. (2016). Essence and factors of financial security of the stock market [Sutnist i chynnyky finansovoi bezpeky fondovoho rynku], *Finansy Ukrainy*, No. 1, 3, 5, s. 23–36 [in Ukrainian]
2. Bereslavskaya, O. I. (2012). Reforming Ukraine's financial sector in the context of anti-crisis regulation [Reformuvannya finansovoho sektoru Ukrainy v konteksti antykrizovoho rehuliuвання], *Naukovyi visnyk Natsionalnoho universytetu derzhavnoi podatkovoi sluzhby Ukrainy, Seriya: ekonomika, pravo*, No. 4, s. 61–66 [in Ukrainian]
3. Bilous, O. G. (2014). The global structural crisis and the transformation of the global financial system [Mirovoy strukturnyy krizis i transformatsiya globalnoy finansovoy sistemy], *Ekonomichnyi chasopys*, No. 7, 8, s. 4–10 [in Russian-Ukrainian]
4. Kornieiev, V. V., Kulpynskyi, S. V. (2016). Overcoming the shortage of investment resources with the help of bank development toolkit [Podolannya defitsytu investytsiinykh resursiv za dopomohoiu instrumentarii banku rozvytku], *Finansy Ukrainy*, No. 5, s. 82–96 [in Ukrainian]
5. Pavlov, K. V. (2013). Pato institutions, patoinstitutionalism and modernization of the Russian economy [Patoinstituty, patoinstitutsionalizm i modernizatsiya rossiyskoy ekonomiki], *Investytsii: praktyka ta dosvid*, No. 16, s. 28–32 [in Russian-Ukrainian]
6. Theoretical and practical problems of financial market development in Ukraine: monograph (2014). Ed. by V. K. Kublikov, H. O. Velychko [Teoretychni i praktychni problemy rozvytku finansovoho rynku v Ukraini: monohrafiia; za red. V. K. Kublikova, H. O. Velychka], *Atlant, Odessa*, 422 s. [in Ukrainian]
7. Stabilization of the financial and economic system of Ukraine: the latest models and prospects of development: monograph (2017). Ed. by O. M. Goncharenko, O. S. Svetlychna [Stabilizatsiia finansovo-ekonomichnoi systemy Ukrainy: novitni modeli ta perspektyvy rozvytku: monohrafiia; za red. O. M. Honcharenko, O. S. Svetlychnoi], *Atlant, Odessa*, 271 s. [in Ukrainian]
8. Zvieriakov, M. I., Zherdetska, L. V. (2017). Banking and real sectors of the economy: assessment of interconnections and development determinants [Bankivskyi i realnyi sektory ekonomiky: otsinka vzaiemozviazkiv i determinant rozvytku], *Ekonomika Ukrainy*, No. 10, s. 31–43 [in Ukrainian]
9. Capital markets in Ukraine: problems and prospects for development (2017). Ed. by S. S. Arutyunyan [Rynok kapitaliv v Ukraini: problemy i perspektyvy rozvytku; za red. S. S. Arutiunian], *Atlant, Odessa*, 152 s. [in Ukrainian]
10. Draft program of development of the Ukrainian stock market for 2015–2017 «European choice – new opportunities for progress and growth» [Proekt prohramy rozvytku fondovoho rynku Ukrainy na 2015–2017 roky «Yevropeuskyu vybir – novi mozhlyvosti dlia prohresu ta zrostannia»], available at: <http://nssmc.gov.ua/funddevelopment/plan> [in Ukrainian]
11. Zakharchenko, V. I. (2017). Investment provision of neoindustrialization of Ukraine [Investytsiine zabezpechennia neoindustrializatsii Ukrainy], *Finansy Ukrainy*, No. 11, s. 22–40 [in Ukrainian]
12. Shkliar, A. I. (2016). Functional problems of the deposit guarantee system in Ukraine [Funktionalni problemy systemy harantuvannya vkladiv v Ukraini], *Finansy Ukrainy*, No. 3, s. 51–60 [in Ukrainian]
13. Development of the banking system in the conditions of the formation of a new architecture of the financial market: monograph (2012). Ed. by V. V. Kovalenko [Rozvytok bankivskoi systemy v umovakh formuvannya novoi arkhitektury finansovoho rynku: monohrafiia; za red. V. V. Kovalenko], *Atlant, Odessa*, 765 s. [in Ukrainian]

Стаття надійшла до редакції 28.02.2018.